

买入

2022 年 9 月 14 日

国内最大的火电建设企业，开拓新能源氢能业务

- **2022 年上半年业绩符合预期：** 公司是为能源电力、基础设施提供整体解决方案的综合性特大型公司，在中国电力规划咨询、火力发电、核电常规岛、骨干电网设计市场占有率均超过 70%。2022 年上半年公司实现营业收入 1582.87 亿元，同比增长 11.83%，主要是公司新能源和传统火电工程总承包业务快速增长所致。归母净利润 27.94 亿元，同比增长 18.69%；扣非后归母净利润 17.52 亿元，同比减少 7.13%，主要是处置子公司内遂高速的产生的非经常性损益所致。
- **毛利率有所承压，新签合同额稳定向上：** 公司业务主要分为勘测设计及咨询、工程建设、工业制造、投资运营及其他业务，上半年分别实现收入 60.7/1304.2/120.7/117.4/34 亿元，同比变化 +6.4%/+13.4%/-2.1%/4.8%/-20.5%。公司整体毛利率下降 2%至 10.1%，主要是受疫情及俄乌冲突影响，煤炭等大宗商品价格上涨，工程建设、水泥、民爆等板块盈利空间收窄所致。各板块毛利率分别为 30%/6.8%/17.6%/25.8%/14.2%，同比变动-1.1%/-0.9%/-6.2%/-1.2%/-2.5%。上半年公司新签合同额为 5327.6 亿元，同比增长 10.2%。其中工程建设业务新签合同额达 5014.9 亿元，同比增长 6.6%；勘测设计业务新签达 95.7 亿元，同比增长 58.4%；工业制造业务新签 139.5 亿元，同比增长 103.3%。
- **新能源业务稳定发展，累计获取风光新能源开发指标 22.3GW：** 截至 2022 年 6 月末，公司控股并网装机容量达 4.8GW，其中风电、太阳能及生物质等新能源控股装机容量 2.8GW。在建风光新能源项目 37 个，装机容量合计约 4.83GW。上半年实现新能源及综合智慧能源工程建设业务新签合同额 2040.8 亿元，同比增长 116.6%，占公司新签合同总额的 38.3%。获取风光新能源开发指标 8.4GW，累计获取风光新能源开发指标 22.3GW。抽水蓄能业务快速增长，签订九个抽水蓄能项目投资建设合作协议，新签合同额同比增长 144 倍。同时也加快氢能业务布局，签订了大连长兴岛、包头固阳等地风光氢储一体化投资项目。上半年，公司风光等新能源发电收入人民币 9.30 亿元，同比增长 54.67%。
- **目标价 1.6 港元，维持买入评级：** 2022 年上半年中国火电工程投资同比增长 72%，下半年为能源保供及保障经济稳步恢复，火电工程有望迎来阶段性增长。公司作为中国火电建设龙头企业，受益于传统能源与新能源建设需求的高速发展，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 78/90/102 亿元，维持目标价 1.6 港元，较当前有 51%的增长，相当于 2023 年的 6 倍 PE，维持买入评级。

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	建筑
股价	1.06 港元
目标价	1.6 港元 (51%)
股票代码	3996
已发行股本	416.91 亿股
市值	441.93 亿港元
52 周高/低	1.62/0.84 港元
每股净资产	2.32 元
主要股东	中国能源建设集团 有限公司 (44.82%)

盈利摘要

截止12月31日	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测
营业收入(百万元)	270,328	322,319	374,841	426,488	480,405
变动	9.3%	19.2%	16.3%	13.8%	12.6%
归母净利润(百万元)	4,671	6,504	7,811	8,993	10,228
每股盈利(元)	0.16	0.16	0.19	0.22	0.25
变动	-8.5%	0.3%	20.1%	15.1%	13.7%
市盈率@1.06港元	5.6	5.6	4.6	4.0	3.5
每股股息(元)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
股息率%	2.6	2.6	2.2	2.5	2.8

股价表现


来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币百万元，财务年度截至12月底											
	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测		2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测
营业收入	270,327.7	322,318.6	374,841.4	426,488.1	480,404.6	盈利能力					
营业成本	(233,131.7)	(279,910.0)	(328,746.6)	(373,052.7)	(419,569.0)	毛利率 (%)	13.8%	13.2%	12.3%	12.5%	12.7%
毛利	37,196.0	42,408.6	46,094.8	53,435.3	60,835.7	净利率 (%)	1.7%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
税金及附加	(1,695.1)	(1,436.9)	(1,465.6)	(1,494.9)	(1,524.8)	ROE (%)	6.9%	7.0%	6.9%	6.5%	7.0%
销售费用	(1,940.7)	(1,667.4)	(1,714.2)	(1,737.2)	(1,764.6)	ROA (%)	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%
管理费用	(11,555.3)	(12,746.6)	(14,336.5)	(15,672.0)	(17,172.9)	营运表现					
研发费用	(6,784.8)	(8,789.5)	(10,409.2)	(12,269.9)	(14,541.6)	SG&A/收入 (%)	5.0%	4.5%	4.3%	4.1%	3.9%
财务费用	(3,792.6)	(3,672.6)	(4,189.8)	(5,405.7)	(6,573.5)	实际税率 (%)	28.3%	26.5%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	1,092.7	480.1	2,695.8	1,959.6	1,981.7	股息支付率 (%)	7.8%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
营业利润	12,520.2	14,575.7	16,675.3	18,815.2	21,240.0	库存周转天数	96.3	76.4	75.7	75.9	76.0
营业外收支	(480.0)	(1,525.3)	(1,306.4)	(1,121.0)	(1,116.9)	应付账款天数	157.3	162.4	160.9	160.9	160.9
利润总额	12,040.2	13,050.4	15,368.9	17,694.2	20,123.1	应收账款天数	69.0	64.5	70.9	70.9	70.9
所得税	(3,403.3)	(3,452.8)	(3,842.2)	(4,423.6)	(5,030.8)	财务状况					
净利润	8,636.9	9,597.5	11,526.7	13,270.7	15,092.3	净负债/股本	0.68	0.56	0.32	0.35	0.38
归母净利润	4,670.6	6,504.1	7,811.5	8,993.3	10,227.8	收入/总资产	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
少数股东损益	3,966.4	3,093.4	3,715.2	4,277.3	4,864.5	总资产/权益	3.5	3.5	3.4	3.5	3.5
EPS	0.16	0.16	0.19	0.22	0.25						
增长											
总收入 (%)	9.3%	19.2%	16.3%	13.8%	12.6%						
归母净利 (%)	-8.6%	39.3%	20.1%	15.1%	13.7%						
每股收益 (%)	-8.5%	0.3%	20.1%	15.1%	13.7%						

资产负债表						现金流量表					
人民币百万元，财务年度截至12月底						人民币百万元，财务年度截至12月底					
	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测		2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测
现金	56,434.9	58,299.1	94,056.9	100,550.4	108,612.5	净利润	8,636.9	9,597.5	11,526.7	13,270.7	15,092.3
应收账款及票据	59,678.0	65,538.1	81,843.3	92,097.9	103,222.8	折旧和摊销	4,010.2	4,858.0	3,547.8	3,902.6	4,292.9
存货	61,529.3	58,609.4	68,160.0	77,551.2	87,355.2	财务费用	3,792.6	3,672.6	4,189.8	5,405.7	6,573.5
其他流动资产	110,508.8	127,488.9	169,784.3	186,056.6	203,766.1	存货的减少	1,039.2	3,238.9	(9,550.6)	(9,391.3)	(9,804.0)
总流动资产	288,151.0	309,935.5	413,844.5	456,256.2	502,956.6	经营性应收的减少	(21,532.5)	(15,339.0)	22,324.4	21,516.0	22,577.4
固定资产	33,243.0	39,586.6	44,454.8	49,810.9	55,703.5	经营性应付的增加	11,215.9	14,961.9	(20,480.1)	(14,629.9)	(15,719.3)
无形资产	61,598.6	68,110.1	73,689.0	79,824.4	86,572.2	经营性现金流	6,490.1	8,844.2	11,558.1	20,073.8	23,012.8
预付款项	25,257.7	28,462.0	33,100.0	37,660.6	42,421.7	投资活动现金流入	14,015.2	18,554.2	0.0	0.0	0.0
其他固定资产	67,801.5	82,769.1	99,661.7	100,025.3	100,216.7	投资活动现金流出	34,207.0	37,207.3	14,006.0	15,406.6	16,947.2
总资产	476,051.9	528,863.3	664,749.9	723,577.4	787,870.7	投资性现金流	(20,191.8)	(18,653.1)	(14,006.0)	(15,406.6)	(16,947.2)
短期借款	11,423.0	15,772.3	31,544.5	28,390.1	25,551.0	筹资活动现金流入	69,950.2	88,248.4	49,619.6	8,692.1	10,192.2
应付账款	113,564.0	136,998.9	159,323.3	180,839.3	203,416.7	筹资活动现金流出	22,136.5	12,323.8	44,301.0	1,826.3	1,996.5
其他短期负债	128,115.4	117,750.7	131,318.2	145,818.3	161,939.5	筹资性现金流	22,136.5	12,323.8	44,301.0	1,826.3	1,996.5
总流动负债	253,102.3	270,521.9	322,186.0	355,047.6	390,907.3	现金变化	7,236.7	2,342.5	41,853.1	6,493.5	8,062.1
长期借款	62,974.9	84,618.3	118,465.6	130,312.2	143,343.4	汇率影响	(1,198.1)	(172.4)	0.0	0.0	0.0
其他负债	22,045.8	23,988.4	26,540.7	28,885.3	31,347.4	期初持有现金	42,624.6	49,861.2	52,203.8	94,056.9	100,550.4
总负债	338,123.1	379,128.6	467,192.4	514,245.1	565,598.1	期末持有现金	49,861.2	52,203.8	94,056.9	100,550.4	108,612.5
少数股东权益	69,511.9	55,535.3	59,250.6	63,527.9	68,392.4						
股东权益	137,928.9	149,734.0	197,557.6	209,332.3	222,272.6						
每股账面值	4.59	3.59	4.74	5.02	5.33						
营运资金	35,048.7	39,413.6	91,658.4	101,208.5	112,049.3						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。